



## 宏观调控专题研究之一

# 亚洲金融危机后的国内宏观调控

### 摘要

亚洲金融危机之后的 3-5 年时间是国内宏观调控史上一段重要且特殊的时期。这一时期的特点，一方面是大刀阔斧地推进国企和金融改革，另一方面是宏观经济陷入了长达 4-5 年的通缩或者说类通缩困境，这是我们改革开放以来面临的首个通缩难题。

当时出现通缩的原因，可以部分归根于总需求不足。亚洲金融危机后，出口大幅下滑，外需不振，国企改革、大量人员下岗，内需不足，总需求不足确实是经济增速下滑和通缩的一个原因，但是还不足以说明当时宏观政策和金融改革的复杂性，更不能说明为什么三驾马车都有所回暖之后，CPI 在 2001 和 2002 年又再度陷入通缩。

至于对当时处理通缩的政策取向的看法，也是存在不少分歧，有的人认为国债发得太多，有的人认为票子发得不够，货币还是紧缩的，应该多发票子。凡此总总，不一而足。对于这段历史，不应该从简单的通胀角度，也不应该从单纯的宏观政策角度来看待，而是要从整个计划经济向市场经济过渡的历史，以及宏观调控体系逐渐建立的过程来进行分析。当时宏观环境的特殊性，以及处理通缩难题的手段及其原因，无论是对政策还是市场研究者，都有很重要的学习和参考价值。

南华期货研究所

章睿哲

投资咨询证号：Z0013599

zhangruizhe@nawaa.com

010-83168383

## 宏观调控专题研究之一

### 亚洲金融危机后的国内宏观调控

亚洲金融危机之后的 3-5 年时间是国内宏观调控史上一段重要且特殊的时期，这一时期的特点，一方面是大刀阔斧地推进国企和金融改革，另一方面是宏观经济陷入了长达 4-5 年的通缩或者说类通缩困境，这是我们改革开放以来面临的首个通缩难题。当时宏观环境的特殊性，以及处理这一难题的手段及其原因，无论是对政策还是市场研究者，都有很重要的学习和参考价值。

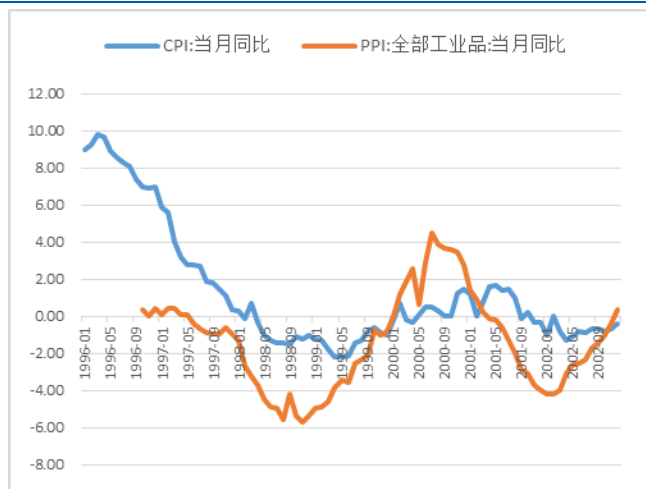
当时出现通缩的原因，可以部分归根于总需求不足。亚洲金融危机后，出口大幅下滑，外需不振，国企改革、大量人员下岗，内需不足，总需求不足确实是经济增速下滑和通缩的一个原因，但是还不足以说明当时宏观政策和金融改革的复杂性，更不能说明为什么三驾马车都有所回暖之后，CPI 在 2001 和 2002 年又再度陷入通缩。

至于对当时处理通缩的政策取向的看法，也是存在不少分歧，有的人认为国债发得太多，有的人认为票子发得不够，货币还是紧缩的，应该多发票子。凡此总总，不一而足。对于这段历史，我认为不应该从简单的通胀角度，也不应该从单纯的宏观政策角度来看待，而是要从整个计划经济向市场经济过渡的历史，以及宏观调控体系逐渐建立的过程来进行分析。

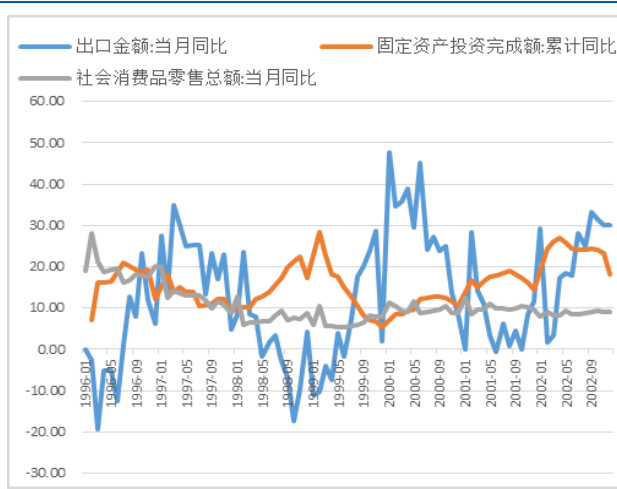
#### 1、通缩迷局

92 年邓小平南巡之后，宏观经济迅速走向过热，在计划向市场转轨的过程中，人们的造富热情被极大地激发出来，工业投资需求高涨，摊子铺得太大，原材料需求大幅增加，但生产能力又严重不足，基础设施严重落后，与此同时，耕地减少，粮食减产，大量劳动力从农业涌向工业，农业生产投资被冷落，更要命的是，价格机制改革伊始，大量商品价格全面放开，在这种情况下，高通胀几乎是一个无可避免的必然事件。所以在 92-96 年这段时间里，国内宏观政策基本就是围绕一件事，把通胀打压下来，主要就是收紧财政货币、控制固定资产投资和信贷规模、狠抓农业生产投资，到了 95 年底的时候，CPI 已经开始低于 GDP 增速，96 年中央经济工作会议的一个主要判断，是社会总供给和总需求已实现了基本平衡。

但情况到了 97 年底、98 年的时候，开始急转直下，CPI 持续下滑，98 年开始出现负增长，投资消费以及 GDP 增速持续下降，98 年开始实行积极的财政政策，固定资产投资增速大幅回升，但奇怪的是，投资回升对于无论是对 CPI 和 PPI，还是对消费增长，都没有起到任何作用，甚至 PPI 在投资增长的这段时间里还在持续的下降。99 年决定通过增加居民收入、扩大消费需求后，消费增长有所回升并保持在一个较为稳定的水平上（2000-2003 年），但 CPI 在 2001-2002 年又再度陷入通缩。如何解释这个问题，还是必须从总供给大于总需求的角度入手。

**图 1、通胀走势（1996-2003 年）**


资料来源：WIND 资讯 南华研究

**图 2、三驾马车走势（1996-2003 年）**


资料来源：WIND 资讯 南华研究

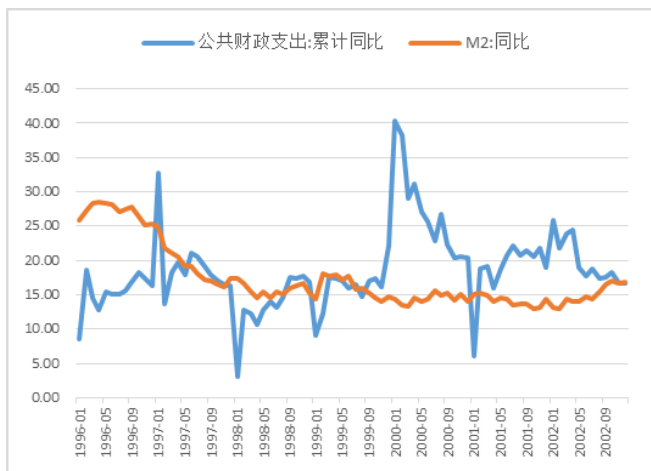
在 96 年以前，主要问题是总需求远超总供给（且有大量无效和非理性投资需求），疯狂的投资和生产导致货币需求远超货币供给，而货币供给方面，又缺乏对金融体系的调节手段和管理能力，各方面都进行施压要求多发票子，所以当时做的最重要的事情，是顶住发票子的压力。

94 年中央经济工作会议的时候，朱镕基谈到“马上就到年关了，我极不希望出现去年元旦钞票发光了赶印都来不及的那种情况。希望各地区、各部门的同志，在元旦、春节以前一定不能够乱发奖金、津贴，不能够提前发工资，不能够提前兑现承包款，让元旦跟春节能够平平安安地过去。”可见当时货币需求过于旺盛的情况。

而到了 97 年之后，情况开始发生逆转，逐渐变成总供给大于总需求，总需求疲弱导致货币需求下降，进而导致货币供给超过货币需求，在严重过剩和企业大面积亏损的情况下，货币已经无处可去。99 年底朱讲“现在投资方向很难找，只有基础设施比较可靠，但基础设施又不能单靠银行贷款搞，如何发挥货币政策作用，是一个很大的问题。”

实际上，当时某种通缩的苗头，在 96 年股市的暴涨中已经若隐若现。97 年初格林斯潘来中国的时候，朱镕基向他抱怨说“股市很不正常，你加息股市跌，我加息股市反而涨”，当时还有不少银行挪用巨额信贷资金去炒股的例子，这说明实体经济货币需求下降，资金脱实向虚的情况已经非常严重。99-2001 年股市整体也是处于一种上升趋势，而 2002-2005 年这段经济稳定回升健康发展的时期，反而股市是在持续下跌，这个事情挺有意思。通缩本身就意味着实体经济的货币交易需求在下降，而相对应的可能是投机性需求的上升，这可以是解释这段时间股市走势的逻辑之一。

图 3、财政支出和货币供给情况（1996-2002 年）



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 4、上证综指月线走势（1995-2005 年）



资料来源：WIND 资讯 南华研究

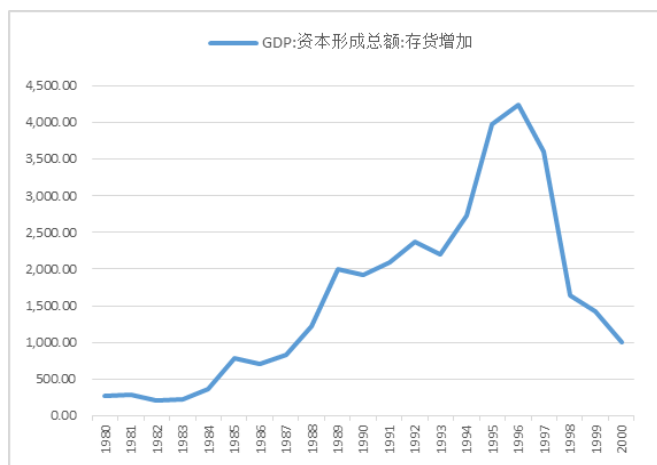
那么，96 年之后又为什么会发生总供给和总需求关系的逆转呢？主要原因有两个方面，一是粮食经过了几年狠抓生产，到了 96、97 年的时候已经实现了较大幅度的增产，粮食供求关系达到平衡，高通胀的基础已经不存在；工业方面，本身前几年的投资需求就存在虚高的情况，而金融调控能力的不足又加重了这一症状，那么，国企和金融改革开始之后，无效和非理性需求受到挤压，前几年大量生产的工业品开始出现严重过剩，此后经济体用了相当长的一段时间在艰难地消化这些过剩产品。我们可以看到 CPI 涨幅在 1994-2000 年这段时间里面是一直在下降的，这是因为从紧缩信贷到国企和金融改革这个过程里，对无效需求的打压从按下到挤压到出清是一直持续的没有留情的，总供给和总需求相对关系的变化也是持续的，亚洲金融危机只是一个契机、一个临界点。

因此，通缩的出现也不是偶然。高通胀往往伴随着过量生产，随后就容易陷入经济停滞甚至通缩，这是一个经济规律，我国当然也不会例外。除了 90 年代的周期之外，88 年搞价格闯关，出现了全社会抢购风潮，89 年后开足马力生产，结果马上就变成供过于求，后面两三年虽不至于通缩，但发展速度也很低；09、10 年四万亿之后也是如此，所以这几年才需要搞供给侧改革。

值得一提的是，在 1997-2000 年这段时间里，GDP 资本形成的存货增加值在持续下降，佐证了这一时期总供给大于总需求以及持续去库存的情况，这也是为什么虽然财政一直扩张但没有拉动经济和通胀，就是因为去库存经历了一个很长的时间。从下图中可以看到，存货变化和 CPI 走势有很强的相关性，88、89 年伴随通胀大幅上升，存货大量增加，90-92 年，供大于求，存货增幅放缓，CPI 涨幅回落；93 年之后 CPI 大涨带来更大规模的存货增长，96 年达到高点后开始进入持续下降阶段，于是通胀逐渐低迷乃至进入通缩。而且，在 98 年以前，GDP 资本形成里面存货占比一直在 10% 以上，最高的年份甚至超过 30% 以上，这是个挺荒谬的事情，不严谨的讲，就是每年的投资有超过 10% 以上变成存货积压下来无法回笼资金，资金使用效益极低。参考美国的数据，GDP 里面私人存货变化占私人投资

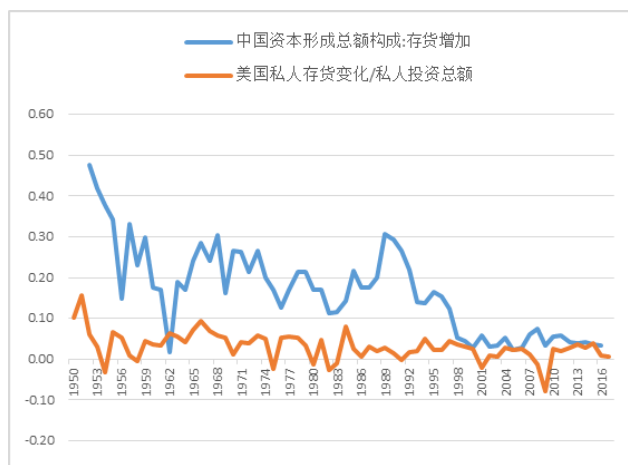
总额的比重，历史上大部分时间都在5%以下，而且不少年份是负增长，说明市场自我出清的能力比较强，我们现在这个比重当然也经常在了5%以下了，但是还没有出现过负增长。

图 5、GDP 存货变化走势（1980-2000 年）



资料来源：WIND 资讯 南华研究

图 6、中美两国 GDP 存货变化占资本形成总额比重对比



资料来源：WIND 资讯 南华研究

存货大量积压，意味着资金回笼和货币流通速度很慢，这也会造成货币需求偏高的假象，一方面是库存大量积压，另一方面是流动性紧张，这也是为什么我国货币供给速度一直偏高的原因之一。而库存增量开始下降之后，货币流通速度提高，同样也意味着货币需求的下降。

97-2000 年这段时间，如果没有进行国企改革并继续收紧货币的话，存货积压的情况只会越来越严重。宏观经济不可能没有波动，有高峰也必然有低谷，不可能什么问题都兜住，如果没有抓住时机进行改革，问题就会被无效需求的假象继续掩盖，而一旦再次进入经济下行期，通缩的持续时间恐怕会更长。正是这段时间的主动出清，给此后很长一段时期的经济增长奠定了基础。

说到这里，为什么当时采取积极财政政策和稳健货币政策的原因，已经呼之欲出了。在工业产能过剩和总供给大于总需求的情况下，只能通过财政拉动基建来消化这些过剩产品，顺便解决基建瓶颈的问题，给未来的经济增长打下基础，包括后来的提高工资扩大消费需求也是财政政策的一部分。货币政策当时的作用方式，主要就是控制企业信贷，当时的消费信贷体系还尚未建立起来（还在讨论新的消费增长点应该是汽车还是房地产），因此在产能过剩的情况下，自然不能再宽松信用，即使宽信用也很大可能还是流向股市，而且由于货币供给本身已经过剩，财政扩张自然也不需要货币宽松来配合，也即无需“债务货币化”，这就是当年“宽财政+稳货币”组合的主要原因。顺便提一下，当时关于减税的建议也是不少，但从当时的环境来看，产能过剩、企业大面积亏损，减税有何意义呢？让它再加大马力生产吗？恐怕更应该增税，通过税收手段把成本传导机制建立起来，才能减少无效投资吧。



货币政策不能宽松的另一个重要原因，就是金融改革。这篇文章的题目是亚洲金融危机后的宏观政策，其实90年代末期总需求不足以及持续通缩的问题，跟亚洲金融危机没有太大的直接关系，因为当时出口的占比并不算太高，但却有着很大的间接关系，因为亚洲金融问题直接引发或者说加速了我国的金融改革，从而对国企改革和社会总需求产生了重大影响。

## 2、金融改革与宏观调控体系的建立

西方市场经济意义上的宏观调控，主要是指财政和货币政策，财政方面通过增减收（税）和支来调节，货币上通过增减货币供给和利率来调节，这一系列政策都是建立市场主体自负盈亏和对价格机制敏感的前提下才能起作用。换言之，如果一个企业对成本、收入以及税收和利率这些价格机制不敏感，计划经济下的国企便是如此，那么宏观调控就对它没有作用。从这个意义上来讲，我国宏观调控体系的建立是从92年之后才开始的，是一个从无到有并且逐渐改善的过程，而建立宏观调控的前提，是先打破行政机制对市场主体的影响，建立价格传导机制，否则宏观调控就无从谈起。

94年分税制改革之后，宏观调控的其中一条腿，中央财政基础基本建立起来了，但金融这条腿，也即货币政策发挥作用的制度基础的建立，则是经历了相当长的时间。与财政改革相类似，金融改革中也存在着中央和地方的激烈博弈，只不过财政谈判的艰辛历程被着墨甚多，金融博弈则较少被提及。而中央和地方经济关系的每一次调整和重构，都会对宏观政策和宏观经济走势产生重大影响，不论是当年的分税制和金融改革，还是现在的地方政府和金融机构去杠杆，无一例外都是如此。

当时由于根深蒂固的计划经济思想，银行只是出纳，地方政府完全也是把银行贷款当成财政资金来用，金融宏观调控能力的发挥受到地方的很大制约。93年之后虽然中央银行成立了，但只是确立了自身央行的地位和职能，对商业银行的管理和调控能力仍然远远不够，地方政府对银行信贷的干预仍然非常普遍。而地方政府控制银行信贷的恶果，是大量不计成本、不顾效益的无效投资和重复建设，加重国有企业亏损和银行不良贷款问题。到了亚洲金融危机时，东南亚国家金融问题的暴露，才使决策层更加深切地认识到我国银行问题的严重性并终于下定决心解决金融体系的问题。

97年底，朱在《认真吸取亚洲金融危机的教训》讲话里谈到“亚洲国家所发生的这些问题，无一例外的都是由于中央银行根本不起作用，而银行又非常腐败”。如果说亚洲国家的问题，是中央银行对外债和国际资本流动的管理问题，那么我国就是中央银行对地方银行信贷的控制问题。

在这种情况下，当时进行的最重要的金融改革，是改革中国人民银行和国有商业银行分支机构按行政区划设置的状况，精简管理层次和分支机构，且分支机构的管辖范围和行政区划不再一致；成立中共中央金融工作委员会、中央金融纪律检查工作委员会和金融机构系统党委，把金融系统党的领导关系收到中央，分支机构的党组织也不再由地方党委领导。

如此重量级的改革，阻力相当大是可想而知的。所以，作为改革的让步和过

渡，提出加快地方性金融机构体系的建设，允许区域性银行发展分支机构并增加城商行和县商行试点等等。这等于一方面切掉了地方政府对国有银行的控制，摆脱了地方政府对货币政策的影响和制约，另一方面也给了地方政府一个金融抓手，相当于把国家的金融风险 and 地方的金融风险切割开来，使国有银行能够真正成为货币政策实施的坚实基础。

99年底朱讲“关于发挥货币政策的作用问题，我们始终没有提实行积极的货币政策，因为怕影响金融体制的改革。如果现在大量投放贷款，又会像1993年那样，后果是很严重的”；99年中央经济工作会议上又讲“货币政策我们没有讲‘积极的货币政策’，我们从来也不提‘积极的货币政策’，积极的货币政策就意味着大发票子，实际上就是停止我们的金融改革，那不得了！”可见如此重大的金融改革，不可能在短时间内完成，这一系列改革对此后相当长一段时间的货币政策都产生了重大影响，为什么当时货币政策既不必也不能宽松，这是另一个重要原因。

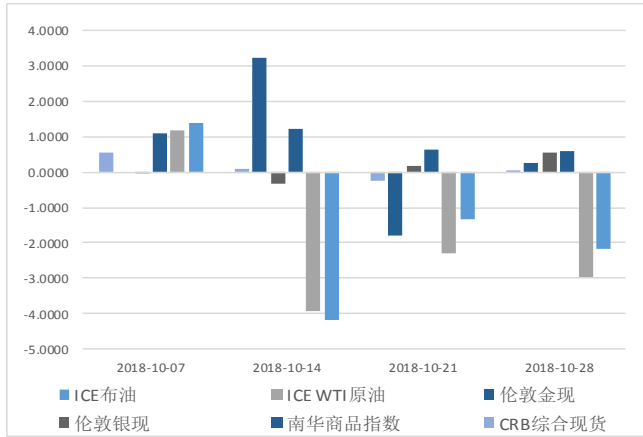
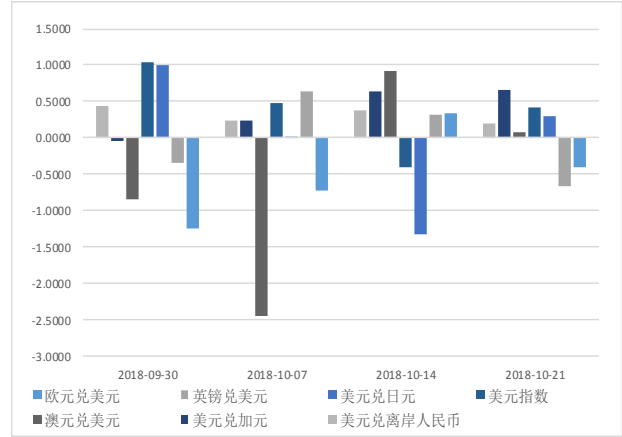
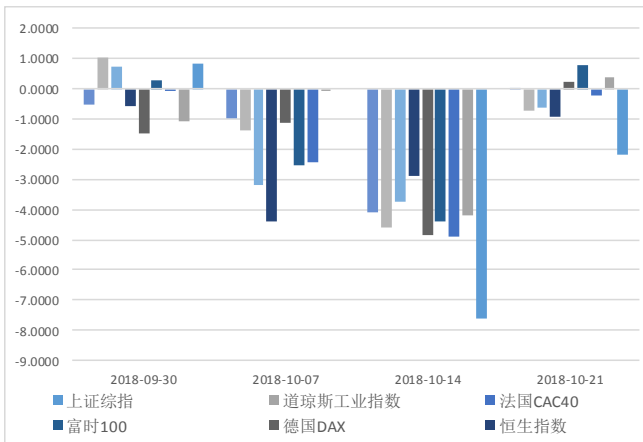
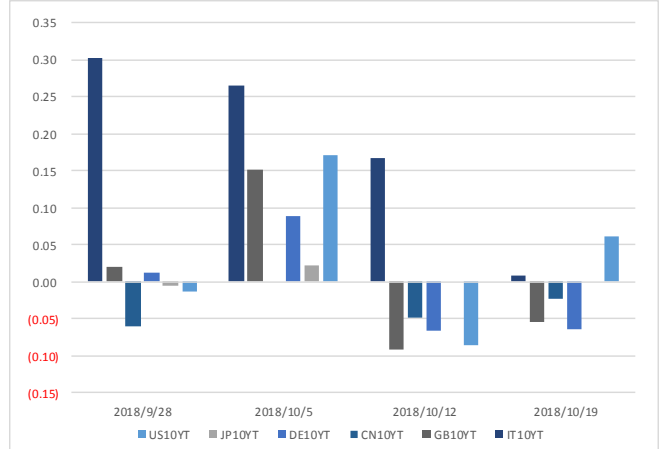
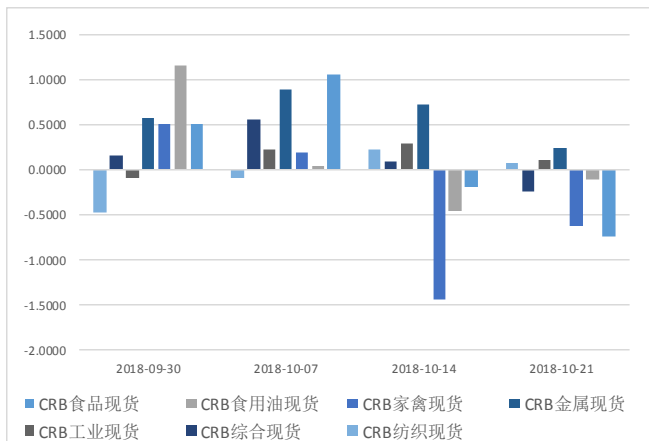
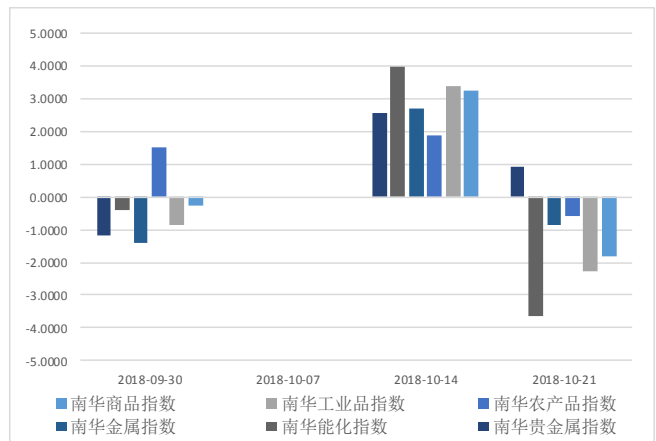
### 3、债务型通缩

债务型通货紧缩这个概念本身是讲通缩导致财富在债权人和债务人之间发生重新分配，债权人变富而债务人变穷，导致债务人支出减少且减少幅度比债权人支出的增加幅度更大，从而进一步加剧紧缩效应。这个角度可以解释一些问题，但如果从商业银行存款创造的角度来阐释会更有启发性和应用价值。具体而言，存款派生过程本身是货币传导机制的一部分，当货币供给进入商业银行体系时，只有银行愿意放贷并且贷款人愿意把钱再存入银行时，货币传导才会有效，而当企业经营恶化和银行不良贷款大量增加时，银行自然不愿放贷转而持有超额准备金，或者人们由于不信任银行兑付能力而倾向持有现金而不是存款的话，那么货币传导机制就会失效，而货币传导失效也意味着货币无法进入实体经济体系，紧缩效应自不待言，而且也解释了为什么宽货币无法解决通缩的问题。

在这种情况下，可以利用财政资金对银行进行资产重组或者剥离不良资产，从而修复货币政策传导机制出现的问题，这一方式，我们当时也用了，也就是发行特别国债补充商业银行资本金以及注资成立资产管理公司购买不良资产了。通过这一方式，使国有大型银行能够甩掉历史包袱，走上良性发展道路，与此同时货币政策传导机制逐渐疏通，至此宏观调控体系才开始全面建立起来。

**【本周全球大类资产表现】**

2018年10月28日

**主要大宗商品涨跌幅**

**全球主要货币对涨跌幅**

**全球股指涨跌幅**

**全球债市涨跌基点**

**CRB指数涨跌幅**

**南华指数涨跌幅**


资料来源: WIND 南华研究



## 南华期货分支机构

### 萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路438号东南科技研发中心2101室  
电话: 0571-83869601

### 台州营业部

台州市经济开发区东商务区巨鼎国际商厦203室  
电话: 0576-88539900

### 温州营业部

浙江省温州市车站大道2号华盟商务广场1801  
电话: 0577-89971808

### 宁波分公司

宁波市海曙区和义路77号901、902  
电话: 0574-87280438

### 宁波营业部

浙江省宁波市和义路77号汇金大厦9楼  
电话: 0574-87274729

### 慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道1277号香格大厦7楼  
电话: 0574-63925104

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路133号综合大楼东五楼  
电话: 0573-82153186

### 绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心1幢1单元3101室  
电话: 0575-85095807

### 成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段1700号1栋2单元12层1209号  
电话: 028-86532609

### 兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路437-451号  
金地商务大厦11楼001号  
电话: 0931-8805351

### 大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座  
大连期货大厦第34层3401、3410号  
电话: 0411-39048000

### 北京分公司

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B803、B805室  
电话: 010-63155309

### 北京营业部

北京市西城区宣武门外大街28号2幢B801、B802、B608、B609室  
电话: 010-63161286

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路93号801、802、810室  
电话: 0451-58896600

### 郑州营业部

郑州市商务外环路30号期货大厦1306室  
电话: 0371-65613227

### 青岛营业部

青岛市闽江路2号1单元2501室  
电话: 0532-80798985

### 沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路51号闽商总部大厦15层C室  
电话: 024-22566699

### 天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦A座1003  
电话: 022-28378072

### 上海分公司

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城801-802单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路1155号嘉里城803-804单元  
电话: 021-20220312、021-50431979

### 上海虹桥路营业部

上海市虹桥路663号1楼、7楼  
电话: 021-52586179

### 深圳分公司

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2701、2702室  
电话: 0755-82577529

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心2703、2705室  
电话: 0755-82577909

### 广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道68号环球都会广场2008单元  
电话: 020-38904626

### 芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心1002室  
电话: 0553-3880212

### 重庆营业部

重庆市江北区建新南路1号20-2、20-3  
电话: 023-62611588

### 永康营业部

永康市丽州中路63号11楼  
电话: 0579-89292777

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路2号山西景峰国际商务大厦8层805室  
电话: 0351-2118018

**余姚营业部**

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心3幢102室  
电话: 0574-62509011

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起3至8间首层至二层  
电话: 0663-2663855

**桐乡营业部**

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路1048号一层、七层  
电话: 0573-83378538

**舟山营业部**

浙江省舟山市定海临城街道翁山路555号交易中心大楼三层  
3232、3233、3234、3235室  
电话: 0580-8125381

**苏州营业部**

苏州工业园区苏惠路88号环球财富广场1幢2909室  
电话: 0512-87660825

**济南营业部**

地址: 山东省济南市历下区泺源大街102号祥恒广场15层1505室  
电话: 0531-80998121

**南通营业部**

江苏省南通市南大街89号总部大厦六层603、604室  
电话: 0513-89011168

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道96号之二砖石海岸B栋1903单元  
电话: 0592-2120291

**汕头营业部**

汕头市龙湖区金沙路103号星光华庭商铺112、212号房复式  
电话: 0754-89980339

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场B区准甲办公室1405室(第14层)  
电话: 0791-83828829

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路208号2楼  
电话: 0574-85201116

**南京分公司**

南京市建邺区河西商务中心区B地块新地中心二期808室  
电话: 025-86209875

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)